

供过于求加剧，需要支持终端消费

——2023年11月PMI分析

核心要点:

事件: 国家统计局 11 月 30 日发布数据显示, 中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4%, 前值 49.5%, 连续两个月下降。

分析:

10 月和 11 月制造业 PMI 连续回落, PPI 回落, CPI 连续两月回落且再次转负, 主要反映供过于求的状况有所加剧。可以看到, PMI 生产指数扩张但新订单指数收缩; 原材料购进价格指数扩张但出厂价指数继续收缩。服务业投入价格和销售价格指数也都在继续下降。这些都是供过于求加剧的信号(红色标识)。

1. 供给指数扩张但新订单指数收缩。 11 月制造业生产指数为 50.7% (前值 50.9%), 新订单指数下降至 49.3% (前值 49.5%)。

2. 出口订单、进口指数双双下滑。 新出口订单下降至 49.4% (前值 49.5%), 进口指数下降至 47.3% (前值 47.5%), 分别反映外需承压、内需不足。不过美国利率已经开始回落, 海外流动性好转后中国出口可能会见底回升。

3. 制造业出厂价指数收缩、购进价格指数保持扩张。 11 月出厂价指数回升至 48.2% (前值 47.7%), 仍然低于荣枯线; 原材料购进价格指数则继续回落至 50.7% (前值 52.6%), 保持扩张区间但连续两个月下滑且接近荣枯线。

4. 采购量、原材料库存和产成品库存指数都出现下降, 反映需求回落。 11 月采购量指数、原材料库存和产成品库存分别降至 49.6%、48% 和 48.2% (前值 49.8%、48.2% 和 48.5%), 全线下降。尽管当前中国库存周期已经基本见底, 但内需与外需同时低迷, 导致库存周期可能出现见底但回升斜率不足的状态。11 月 CRB 指数同比回落, 以此预测 11 月 PPI 可能进一步下降至 -3.0% 左右。

5. 中型企业指数仍在临界值以下继续恢复, 但从业人员指数有所好转。 11 月大型企业指数虽然维持在 50 以上但有所下降。中、小型企业指数分别为 48.8% 和 47.8% (前值分别为 48.7%、47.9%); 制造业从业人员保持在 48% 左右。

6. 服务业回落到荣枯线下, 投入价格和销售价格都在收缩。 11 月服务业 PMI 下降至 49.3% (前值 50.1%), 跌下荣枯线。新订单和业务活动预期指数上升至 46.9% 和 59.3% (前值 46.2% 和 57.5%)。但投入价格和销售价格均下降至 49.2% 和 47.7% (前值为 49.7% 和 48.3%)。

7. 建筑业 PMI 上升, 但新订单下降。 11 月建筑业 PMI 上升至 55% (前值 53.5%), 但新订单指数为 48.6% (前值 49.2%), 再次下降。

总而言之, 11 月 PMI 数据主要反映了供过于求的状况有所加剧, 这主要体现在制造业 PMI 之中生产指数继续扩张但新订单持续收缩、出厂价指数收缩但购进价格指数扩张。服务业也存在这种供过于求的情况, 体现为服务业 PMI 下降至荣枯线之下、投入价格和销售价格都在收缩。供过于求不利于价格指数回归正常水平, 更不利于企业盈利的修复, 特别需要政策的支持, 我们看到三季度以来房地产政策、财政政策等已经开始出台, 下一步居民的终端消费应该成为支持的重点。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

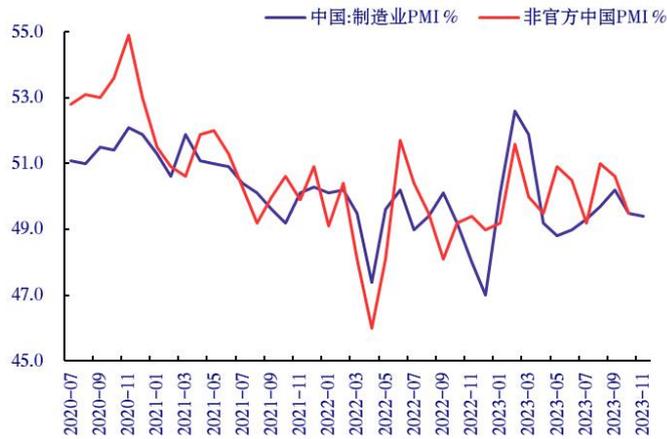
分析师登记编码: S0130522120001

风险提示:

1. 政策时滞的风险
2. PPI 持续为负的风险

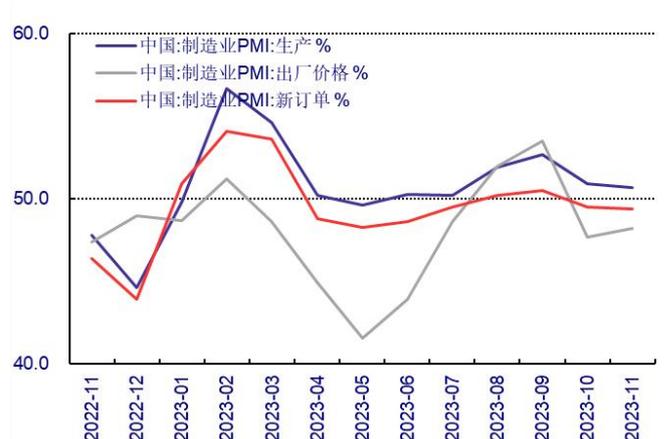
10月官方制造业PMI回落至49.4%，分项指标主要反映供过于求的状况有所加剧。官方PMI在9月首次站上临界值后连续两个月回落。从分项指数来看，生产指数在扩张区间，反应供给扩张；但新订单指数、新出口订单、产成品库存指数、采购量、进口、购进价格和原材料库存均有所回落并保持在收缩区间，显示需求不足。

图 1. 官方制造业 PMI 连续两个月下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

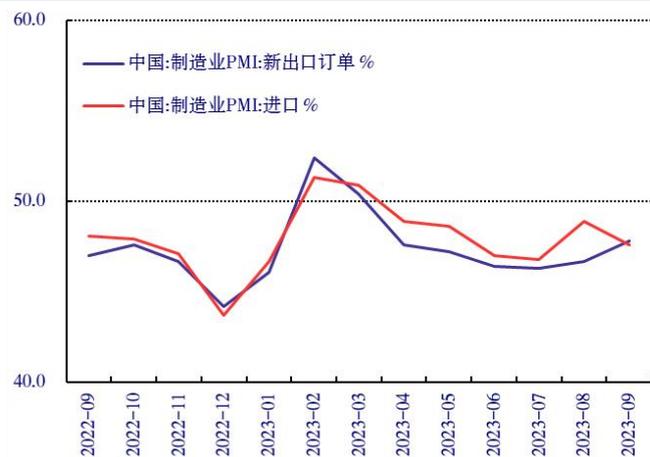
图 2. 11月生产指数、新订单指数都小幅回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

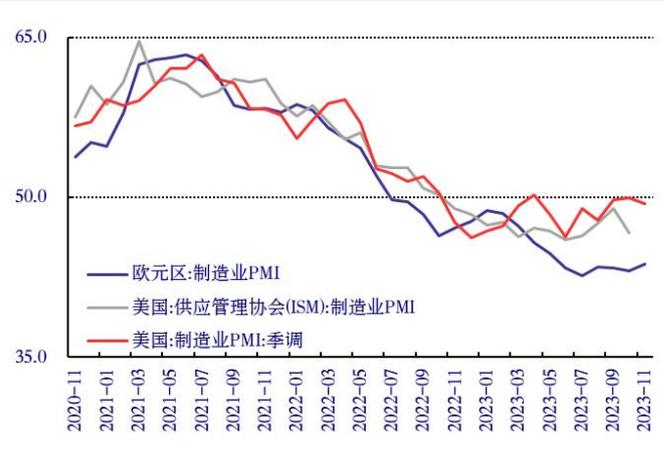
11月扩张区间的仅有生产、配送和经营预期。11月生产指数回落0.2pet至50.7%（前值50.9%）但依旧保持扩张区间；新订单回落0.1pet至49.4%（前值49.5%）。新出口订单和进口指数双双下降，分别为46.3%和47.3%（前值46.8%和47.5%）。增长且保持荣枯线上的仅有配送时间和生产经营活动预期指数，分别上升0.1pet和0.2pet至50.3%和55.8%（前值48.0%、50.2%和55.6%）。

图 3. 11月出口新订单指数和进口指数都在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

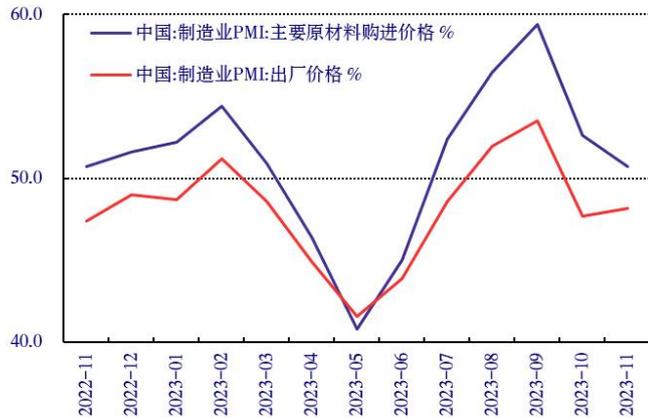
图 4. 11月美国制造业 PMI 向临界值靠近，但欧元区仍然低迷（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

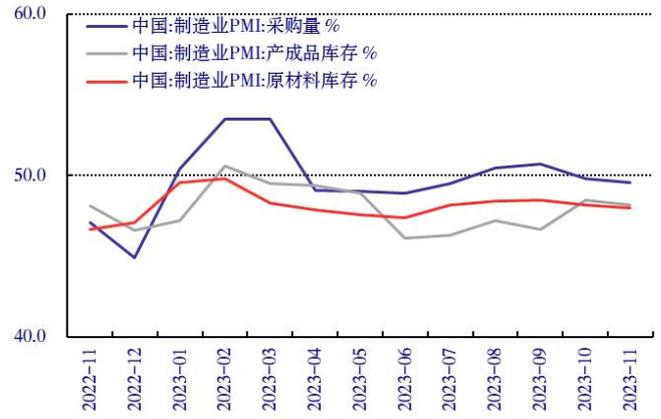
从价格来看，11月制造业出厂价指扩张、购进价指数收缩，供过于需。11月出厂价格指数回升至48.2%（前值47.7%），小幅回升但对比9月的53.5%依旧低于荣枯线；原材料购进价指数则继续回落至50.7%（前值52.6%），保持扩张区间但连续两个月下滑濒临荣枯线。出厂价格和购进价格反映了供给大于需求，因此出厂价格收缩，但购进价格依然扩张。从PPI走势来看，10月PPI同比-2.6%（前值-2.5%）降幅连续扩大，环比也从+0.4%下落到0.0%，PPI的恢复暂缓抑制了工业企业利润改善的斜率，这也使得1-10月工业企业利润增速放缓（当月同比+2.7%，前值11.9%）。随着国内政策组合的逐步见效，海外流动性的缓解和出口增速的逐步见底，将带动PPI同比增速实现转正，届时工业企业利润增速也会进一步恢复。

图 5. 11 月购进价格指数进一步下滑，出厂价格指数有所回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

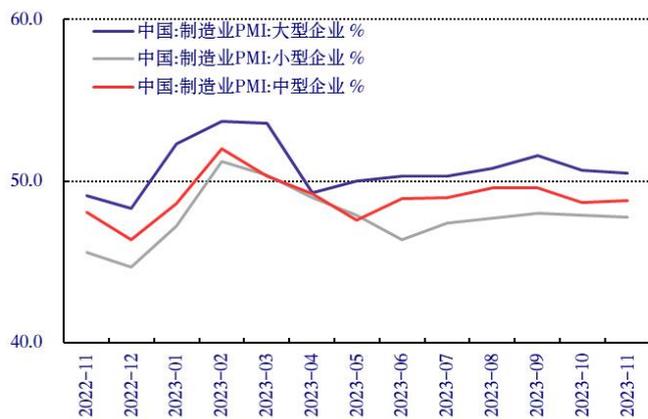
图 6. 11 月制造业采购量和产成品库存下降至 49.6%，48.2%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

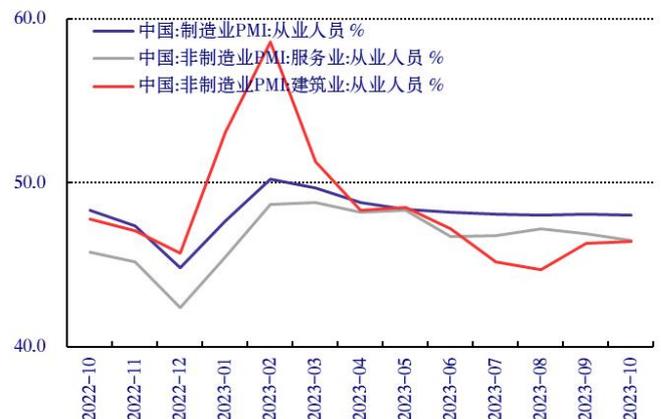
采购量、原材料库存和产成品库存指数齐下降，需求不足。11 月采购量指数、原材料库存和产成品库存分别下降至 49.6%、48% 和 48.2%（前值 49.8%、48.2% 和 48.5%）全线下降，反应需求不足。PPI 依然抑制库存修复，11 月 CRB 指数同比回落可能导致 PPI 继续在 -3.0% 左右的低位震荡。尽管当前中国库存周期已经基本见底，但内需与外需同时低迷，导致库存周期可能出现见底但回升斜率不足的状态。未来两个季度库存周期的回升力度也主要取决于政策组合的效果和美联储停止加息之后的中国出口回升。

图 7. 中、小型企业景气度仍在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中型企业指数仍在临界值以下继续恢复，但从业人员指数有所好转。11 月大型企业指数虽然维持在 50 以上但继续下滑，录得 50.5%（前值 50.7%，9 月 51.6%）。中、小型企业指数分别为 48.8% 和 47.8%（前值分别为 48.7%、47.9%），仅有中型企业略微上升；制造业从业人员指数上升 1pet 至 48.1%（前值 48%），连续五个月在 48% 和 48.1% 徘徊、建筑从业人员回暖明显，上升 1.8pet 至 48.2%（前值 46.4%）；服务业从业人员指数上升 0.2pet 至 46.7%（前值 46.5%）。

服务业跌到荣枯线下，投入价格和销售价格都在收缩。11 月服务业 PMI 下降至 49.3（前值 50.1%），跌下荣枯线。新订单上升 0.7pet 和 1.8pet 至 46.9%（前值 46.2%），依然在收缩区间。投入价格和销售价格均下降至 49.2% 和 47.7%（前值为 49.7% 和 48.3%）。

建筑业 PMI 保持扩张，但新订单下降。11 月建筑业 PMI 上升 1.5pet 至 55%（前值 53.5%），但新订单指数为 48.6%（前值 49%），再次下降。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 9. 建筑业 PMI 有所反弹，但服务业 PMI 跌下荣枯线

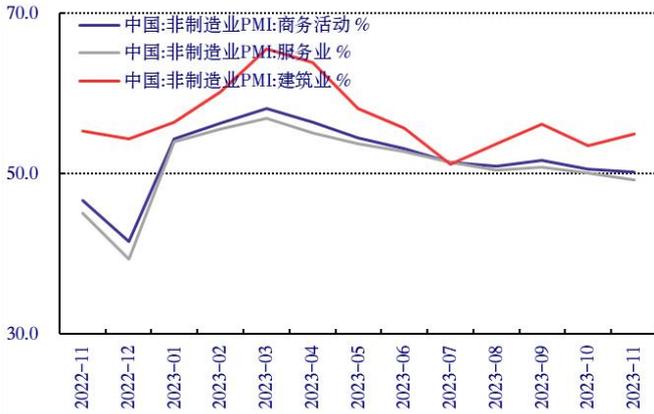
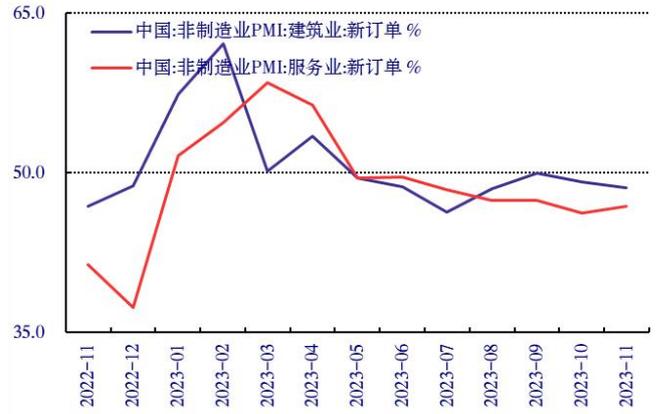


图 10. 服务业与建筑业新订单指数都持续位于临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总而言之，11月PMI数据主要反映了供过于求的状况有所加剧，这主要体现在制造业PMI之中生产指数继续扩张但新订单持续收缩、出厂价指数收缩但购进价指数扩张。服务业也存在这种供过于求的情况，体现为服务业PMI下降至荣枯线之下、投入价格和销售价格都在收缩。供过于求不利于价格指数回归正常水平，更不利于企业盈利的修复，特别需要政策的支持，我们看到三季度以来房地产政策、财政政策等已经开始出台，下一步居民的终端消费应该成为支持的重点。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn